

## 監査懇話会

第 236 回監査実務研究会（2020 年 6 月）

テーマ：ステュワードシップコード改訂

問題提起者：寺嶋 徹

コーディネータ：中井 淳夫

（報告レジメ）

日本版ステュワードシップコードの制定及びその後の改訂、また課題・論点などについて以下の順序で報告する。

### 1. 英国ステュワードシップコード

日本版ステュワードシップコード制定にあたって有識者検討会で先行している英国ステュワードシップコードの制定経緯が検討され参考とされたので最初に説明する。

### 2. 日本版ステュワードシップコードの制定(2014 年 2 月)

日本では安倍政権発足後、「日本再興戦略」の一環として機関投資家に対するコードとして制定されたが、コードの内容とともにその制定に当たった経緯及び目的を説明する。

### 3. 日本版ステュワードシップコードの改訂（2017 年 5 月）

コーポレートガバナンス改革の実質への深化の観点からコード改訂が行われたが、改訂内容とともにその背景・ポイントについて説明する。

### 4. 日本版ステュワードシップコードの再改訂（2020 年 3 月）

ESG 要素を含むサステナビリティの考慮や議決権行使助言会社など機関投資家向けサービス提供者のサービス質向上等に向けた大幅な改定がなされたが、この再改訂の概要を説明する。

### 5. 今次再改訂をめぐる論点と課題

- ①パブリックコメントを中心とした論点
- ②今後の課題（特に監査役に関して）

以上

## 監査懇話会

### 第 236 回監査実務研究会

2020 年 6 月

テーマ：ステュワードシップコード改訂

問題提起者：寺嶋 徹

コーディネータ：中井 淳夫

#### はじめに

本年 3 月に日本版ステュワードシップコードの再改訂が行われた。2014 年の制定から 2017 年の改訂を経ての再改訂で、ESG 要素を含むサステナビリティの考慮や議決権行使会社など機関投資家向けサービス提供者のサービス品質向上等にむけた大幅な改訂がなされた。また、今回初めて機関投資家の監査役を含む非業務執行役員との対話の必要性についての活発な議論が改訂の過程でおこなわれた。

ただステュワードシップコード自体はそもそも機関投資家向けの規範で監査役にはこれまで馴染みの薄いもので分かりにくい点が多々あるので、制定の経緯及び目的から報告するが、2014 年の日本版ステュワードシップコード制定の説明の前に日本版制定で参考とされた英国での動きからまず報告したい。

#### I. 英国ステュワードシップコード

○日本版ステュワードシップコード制定に当たって参考とされた英国ステュワードシップコードに関して、その制定経緯は以下の通りである。

・1980 年代の英国での会社不祥事を受けて、こうした不祥事をなくす経営環境の整備のために委員会が設置され、1998 年に世界で最初のコーポレートガバナンス規範が制定された。

・2000 年代に入ってコーポレートガバナンスの質向上のための議論が進展し、2008 年のリーマンショックを受けてコーポレートガバナンスでの機関投資家の役割や責任の重さが認識され、2010 年に英国ステュワードシップコードが制定された。

(こうした英国ステュワードシップコードの制度枠組みや制定経緯は資料 1 「英国における価値向上のための制度の枠組み」「ステュワードシップコードとコーポレートガバナンスコードの歴史」をご参照ください)

## ○英国スチュワードシップコードの内容

### 本コードの7原則

最終受益者に帰属する価値を保全・増大させるために

#### 原則1

機関投資家は、スチュワードシップコード責任をどのように果たすかについて方針を公に開示すべきである。

(スチュワードシップに関するステートメントの開示)

- ・ 議決権に限らず、企業文化・戦略・業績・リスク・資本構造・コーポレートガバナンス等につき、会社を監視し、会社と目的ある対話（エンゲージメント）を行う。

#### 原則2

機関投資家は、スチュワードシップコードに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表すべきである。

(利益相反管理)

- ・ 機関投資家のグループ会社や顧客との関係で利益相反発生が不可避との認識で対応策検討

#### 原則3

機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。

(投資先企業に対する監視)

- ・ 定期的な実施とチェック（会社業績・状況変化の把握、会社の実効的リーダーシップの確認、取締役会のコーポレートガバナンスへの忠実確認、開示・会計情報の品質確認、株主総会への参加）

#### 原則4

機関投資家は、スチュワードシップ活動をどのようなときにどのような方法を用いて強めていくのかにつき、明確なガイドラインを持つべきである。

(投資先企業に対するエンゲージメント)

- ・ 積極的経営関与（懸念事項に関する経営陣との追加的会合、アドバイザーを通じての懸念表明、取締役会議長との会合、他の機関投資家と協調しての関与、総会前の意見表明、総会に議案提出）

## 原則 5

機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。

(集団的エンゲージメント)

- ・ 会社の重大問題または経済全体の問題の存在やリスク発生で重大な価値毀損の恐れの場合に集団的エンゲージメントが適切

## 原則 6

機関投資家は、議決権の行使と行使結果公表について、明確な方針を持つべきである。

(議決権行使の開示)

- ・ 議決権行使の実施、議決権行使結果の公表、議決権行使助言機関利用の開示

## 原則 7

機関投資家は、スチュワードシップ活動及び議決権行使活動について、委託者に対し定期的に報告すべきである。

(スチュワードシップ活動に関する報告)

- ・ アセットマネジャー（アセットオーナーから資金預かり運用する責任を負う者）は定期的に顧客・受益者に説明する責任あり
- ・ アセットオーナー（年金基金、保険会社、投信）は方針・実行につき年1回報告

## II. 日本版ステュワードシップコード制定（2014年2月）

### ○本コードにおけるステュワードシップ責任

機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」（最終受益者を含む。以下同じ。）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。機関投資家が適切にステュワードシップ責任を果たすことは、経済全体の成長にもつながるものである。

### ○本コード制定の経緯

いわゆる「第三の矢」としての成長戦略を定める「日本再興戦略」に「機関投資家」が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版ステュワードシップコード）、すなわち「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則」について検討を進め、制定された。

### ○本コードの目的

- ・機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該「ステュワードシップ責任」を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。

- ・一方で、企業の側においては、経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る責務を有している。企業側のこうした責務と本コードに定める機関投資家の責務とは、いわば「車の両輪」であり、両者が適切に相まって質の高い企業統治が実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待される。

- ・ステュワードシップ責任を果たすための機関投資家の活動（以下、「ステュワードシップ活動」という。）において、議決権の行使は重要な要素ではあるものの、当該活動は単に議決権の行使のみを意味するものと理解すべきではなく、投資先企業の持続的成長に向けて、当該企業の状況を適切に把握することや、当該企業と建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行うことなどを含む、幅広い活動を指すものである。

- ・機関投資家は、「資産運用者としての機関投資家」（投資運用会社など）である場合と「資産保有者としての機関投資家」（年金基金や保険会社など）である場合とに大別される。

## ○本コードの原則

原則1 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。  
(スチュワードシップコードの方針の策定・公表)

### 指針

- 1-1. 機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るべきである。
- 1-2. 機関投資家は、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ(インベストメント・チェーン)の中で明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

原則2 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。  
(利益相反管理)

### 指針

- 2-1. 機関投資家は顧客・受益者の利益を第一として行動すべきである。一方で、自らが所属する企業グループと顧客・受益者の双方に影響を及ぼす事項について議決権を行使する場合など、利益相反の発生が避けられない場合がある。機関投資家は、こうした利益相反を適切に管理することが重要である。
- 2-2. 機関投資家は、これをどのように管理するのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

原則3 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。  
(投資先企業の状況の的確把握)

### 指針

- 3-1. 機関投資家は、当該企業の状況を的確に把握することが重要である。
- 3-2. 機関投資家は、投資先企業の状況の把握を継続的に行うべきであり、また、実効的な把握ができているかについて適切に確認すべきである。

- 3-3. 把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、機関投資家は、自らのステewardシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。

原則4 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

（投資先企業との「目的を持った対話」）

#### 指針

- 4-1. 機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話を、投資先企業との間で建設的に行い、認識の共有を図るよう努めるべきである。なお、当該企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

- 4-2. 機関投資家は、投資先企業との間でどのように対話を行うのかなどについて、あらかじめ明確な方針を持つべきである。

- 4-3. 一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことが可能である。企業の未公表の重要事実の取扱いについて、株主間の平等を図ることを基本としている。投資先企業と対話を行う機関投資家は、企業がこうした基本原則の下に置かれていることを踏まえ、当該対話において未公表の重要事実を受領することについては、基本的には慎重に考えるべきである。

原則5 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである

（議決権行使と行使結果の公表についての明確な方針）

#### 指針

- 5-1. 機関投資家は、議決権の行使に当たっては、投資先企業の状況や当

該企業との対話の内容等を踏まえた上で、議案に対する賛否を判断すべきである。

- 5-2. 機関投資家は、議決権の行使についての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。当該方針は、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
- 5-3. 機関投資家は、議決権の行使結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。こうした公表は、機関投資家がステュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性を高める上で重要である。  
ただし、ステュワードシップ責任を果たすに当たり、どのような活動に重点を置くかは、自らのステュワードシップ責任を果たすための方針、運用方針、顧客・受益者の特性等により様々に異なり得るものであるため集計公表に代わる他の方法により議決権の行使結果を公表する方が、自らのステュワードシップ活動全体についてよりの確な理解を得られると考えられる場合には、その理由を説明しつつ、当該他の方法により議決権行使結果の公表を行うことも考えられる。
- 5-4. 機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。仮に、議決権行使助言会社のサービスを利用している場合には、議決権行使結果の公表に合わせ、その旨及び当該サービスをどのように活用したのかについても公表すべきである。

原則6 機関投資家は、議決権の行使も含め、ステュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。(ステュワードシップ活動の顧客・受益者への報告)

#### 指針

- 6-1. 「資産運用者としての機関投資家」は、直接の顧客に対して、ステュワードシップ活動を通じてステュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて定期的に報告を行うべきである。
- 6-2. 「資産保有者としての機関投資家」は、受益者に対して、ステュワ

ードシップ責任を果たすための方針と、当該方針の実施状況について、原則として、少なくとも年に1度、報告を行うべきである。

- 6-3. 機関投資家は、顧客・受益者への報告の具体的な様式や内容については、顧客・受益者との合意や、顧客・受益者の利便性・コストなども考慮して決めるべきであり、効果的かつ効率的な報告を行うよう工夫すべきである。
- 6-4. なお、機関投資家は、議決権の行使活動を含むスチュワードシップ活動について、スチュワードシップ責任を果たすために必要な範囲において記録に残すべきである。

原則7 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。  
(対話やスチュワードシップ活動での適切な判断を行う実力保有)

#### 指針

- 7-1. 機関投資家は、投資先企業との対話を建設的なものとし、持続的成長に資する有益なものとしていく観点から、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えていることが重要である。
- 7-2. このため、機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである。
- 7-3. こうした対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。また、過去に行った投資先企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断について、省みることにより、スチュワードシップ責任を果たすための方針や議決権行使の方針の改善につなげるなど、将来のスチュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努めるべきである。

(日本版スチュワードシップコードの制定の有識者検討会で参考とされた英国スチュワードシップコードとの対比は資料2(スチュワードシップコード原則の日本英国対比)で示すが、英国の原則1～4、6、7が同様の原則と

して日本版に取り入れられ、英国の原則5は日本版の2017年改定時に取り入れられた。)

### III. 日本版スチュワードシップコードの改訂（2017年5月）

#### ○改訂の経緯

・2014年2月26日スチュワードシップ・コードが策定されてから約3年が経過し、スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家は200を超えた。また、2015年6月には、上場企業に対し、コーポレートガバナンス・コード適用が開始され、両コードが「車の両輪」となって機関投資家と上場会社の双方から企業の持続的成長が促される形となった。しかし、コーポレートガバナンス改革には一定の進捗が見られるものの、いまだに形式的な対応にとどまっているのではないかと指摘もなされている。

・こうした中、2016年11月30日、金融庁・東京証券取引所に設置された「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」において、「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方」と題する意見書（以下、「意見書」という。）が公表された。意見書においては、コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていくためには、機関投資家が企業との間で深度ある「建設的な対話」を行っていくことが必要であるとされ、スチュワードシップ・コードの改訂が提言された。

#### ○改訂のポイント（カッコ内は各ポイントの該当指針）

- ・アセットオーナーによる実効的なチェック→年金基金等アセットオーナーは運用委託先の機関投資家に実効的なスチュワードシップ活動を求めるべき（指針1-3, 4, 5）
- ・運用機関のガバナンス・利益相反管理等→運用期間は最終受益者の利益確保・利益相反行為防止のため、ガバナンス強化すべき（指針2-3, 4）
- ・パッシブ運用における対話等→市場指標追従のパッシブ運用では投資先企業の株式売却の選択肢が制限されるので、中長期的視点に立つべき（指針4-2）
- ・議決権行使結果の公表充実→個別企業及び議案毎の公表（指針5-3）
- ・運用機関の自己評価→スチュワードシップ活動実施状況自己評価（指針7-4）
- ・議決権行使助言会社→十分な経営資源の投入・サービス提供・取組み公表（指針5-5）
- ・複数の機関投資家と協働の対話（集团的エンゲージメント）→必要に応じて行うべき（指針4-4）
- ・ESG（環境・社会・ガバナンス）要素→投資先企業の状況を踏まえ、重要な事象におけるリスク・収益機会の両面で把握すべき（指針3-3）

## ○コード改訂の内容

コードの原則は変更なく、上記改訂のポイントを踏まえた指針の拡充が行われた。拡充内容は資料3（指針の拡充）をご参照ください。

## IV. 日本版スチュワードシップコードの再改訂（2020年3月）

### ○再改訂の経緯

- ・2014年2月26日に、旧日本版スチュワードシップ・コードが策定され、その後、2017年5月29日に同コードが改訂されてから約3年が経過した。これまで、スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家は250を超えるに至り、また、2018年6月には、コーポレートガバナンス・コードも改訂された。両コードの下で、コーポレートガバナンス改革には一定の進捗が見られるものの、より実効性を高めるべきではないか、との指摘もなされている。
- ・こうした中、2019年4月24日、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」において、「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」と題する意見書（以下、「意見書」という。）が公表された。意見書においては、コーポレートガバナンス改革の実効性を高めるためには、投資家と企業の対話の質の向上が必要であるほか、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなどによる機関投資家への助言やサポートがインベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう促すことが重要であるとされ、スチュワードシップ・コードの更なる改訂が提言された。

### ○再改訂の概要

（月刊監査役本年5月号No709での解説が分かり易いので以下引用する。なお、それぞれのポイントに適用する原則・指針の箇所は矢印後で示す。）

#### 1. 全体に関わる点

- ① サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）考慮→サステナビリティを考慮した運用戦略の明確化（目的：前文、指針1-1、原則7、指針7-1、方針への記載：指針1-2、対話7：指針4-2）
- ② コードの目的に沿うスチュワードシップ活動ができる場合における、上場株式以外の資産（債券など）に投資する機関投資家へのコード適用→（本文10）
- ③ 中長期的な企業価値の向上及び企業の持続的な成長という目的にスチュワードシップ活動が向けられたかを意識すべき→運用戦略の中長期価

## 値向上及び持続的成長との整合性（指針 7-4）

### 2. 運用機関

- ① 外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案について「賛否の理由」を公表すべき→議決権行使の理由公表（指針 5-3）
- ② 企業との対話の状況を含むスチュワードシップ活動の結果や自己評価について、企業の持続的成長と中長期的な投資リターンの拡大に向けられたかを意識して公表することが重要→自己評価の公表（指針 7-4）

### 3. アセットオーナー

規模や能力等に応じてスチュワードシップ活動を行うべき→アセットオーナーのスチュワードシップ活動（指針 1-3, 1-4, 1-5）

### 4. 議決権行使助言会社

助言の正確性や透明性を確保するため、

- ・ 人的組織的体制の充実（日本拠点の整備含む）
- ・ 助言策定プロセスの透明性の確保
- ・ 企業との積極的意見交換

→（前文 9、原則 8、指針 8-1, 2, 3）

### 5. 年金コンサルタント

利益相反の管理を行うべき

→前文 9、原則 8、指針 8-1）

### 6. その他

非業務執行役員（独立社外取締役・監査役等）との対話→経営上の優先課題につき投資先企業との認識共有を図るために有益（指針 4-1 脚注 17）

なお、上記再改訂のポイントの相互関係を示す関連図は資料 4（図表 1 再改訂版コードのポイント）で示す通りである。（本図表は月刊監査役本年 5 月号より転載）

○再改訂のコードで新たに追加された原則は機関投資家向けサービス提供者に

対する原則 8 だけであるが、それ以外にも前文・原則・指針に上記改訂ポイントを踏まえた多岐にわたる追加変更が行われた。コードのこれら追加変更点は資料 5（再改訂ステュワードシップコードの追加変更点）をご参照ください。

## V. 今次再改訂をめぐる論点と課題

○主要な論点（今次再改訂でのパブリックコメントやその他議論も踏まえて）

1. サステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的持続可能性）の考慮
  - ・ 監査懇話会監査実務研究会でも一昨年 11 月と昨年 10 月にテーマとして取り上げられ監査役監査の観点からの課題が議論されました。
  - ・ パブリックコメントでは、長期的な企業価値や投資リターンに占めるサステナビリティの影響は一層大きくなり、国際的にもサステナビリティ重視の潮流が広がっているとの意見があった。
  - ・ 近時の新型コロナウイルスの影響で投資での ESG 重視が強まっている。（日経新聞 4/10「ESG 投資コロナで変容」、4/18「ESG 視点入れる 6 割（企業年金の今）」）
2. 議決権行使助言会社等『機関投資家向けサービス提供者』
  - ・ 川北英隆氏（京都大学名誉教授、「ステュワードシップコード及びコーポレートガバナンスコードのフォローアップ会議」メンバー）が L I X I L の株主総会での議決権行使助言会社の助言結果に関して、主要人物との面談含め十分な調査をしたかの疑問を呈し、また議決権行使助言会社のスタッフの少なさなどその能力の低さを指摘。
  - ・ パブリックコメントでは、企業との積極的意見交換、人的組織的整備、その業務の中立性・専門性の確認、助言プロセスの公表の重要性、日本拠点設置など数多く意見提言（パブコメ全 251 件の意見中 49 件）がなされた。
3. 業務の執行には携わらない役員との対話
  - ・ 今次ステュワードシップコードに関する有識者検討会に日本監査役協会から初めてメンバーとして岡田会長（当時）が参加し、検討会席上でも機関投資家が監査役を含む非業務執行役員との対話をもっとやることで会社のガバナンスについてより実質的に確認できるとの意見を述べている。
  - ・ パブリックコメントでは、非業務執行役員との対話の要請が高まっている状況に鑑み、脚注ではなく原則や指針など本文に格上げすべきとの意見が複数出ている。

○今後の課題（特に監査役に関して）

監査役としてステュワードシップコードは機関投資家との取組み課題と捉えるのではなく、特に以下の点について自己の課題として認識すべきと考える。

1. サステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的持続可能性）の考慮
  - ・企業のサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的持続可能性）の社会的課題への取組みは「守りのガバナンス」と「攻めのガバナンス」の両面に関わる領域で、監査役にとってもより幅広い監査活動が求められる領域である。
  
2. 業務の執行には携わらない役員との対話
  - ・監査役が機関投資家との積極的対話によって経営上の課題を共有することは、監査役の得られる情報の幅を拡大することとなり、監査役監査の実効性を高めることにつながり、大変有益である。

以上